

2011年景気の焦点：循環と先行性

発表日：2010年12月10日（金）

～景気後退リスクと動き出した先行指標～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

鉱工業生産でみる限りは、生産のピークアウト感は明確である。自動車とITセクターの2大分野で調整圧力が高まり、生産全体は、しばらく低迷を脱することはできないとみられる。一方、米国経済にはここにきて前向きな動きがある。2011年前半のどこでアップサイドの動きが強まり、生産指標などが明確に反転すれば、景気後退は避けられる。現段階は、そうなるかどうかの見極めの時期である。

2つの尺度

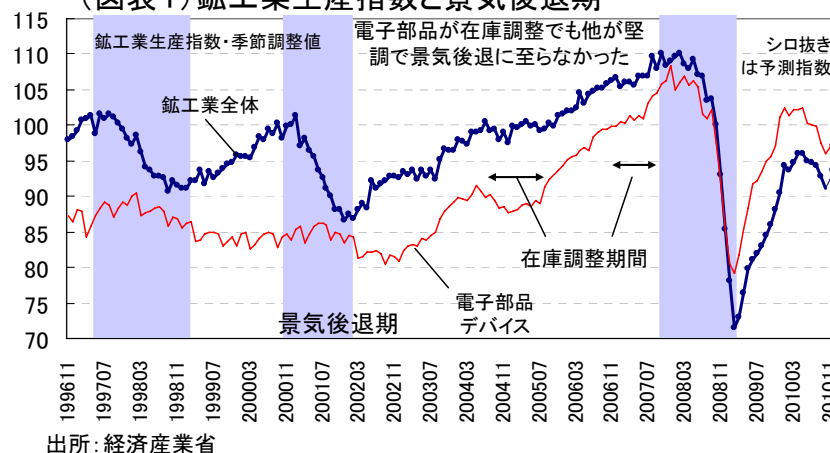
政府の景気判断は、10月から「足踏み」と表現されている。もともと、鉱工業生産でみる限り、ピークアウト感が明確である。その生産指数が季節調整値でみて、2010年5月をピークに年末にかけて下り坂になっている（図表1）。過去、景気循環は、持続的な鉱工業生産指数の下落局面に移行したとき、景気後退期入りしたと判定されている。今回も、生産指数の下落傾向に歯止

めがかからなければ、将来のどこかで「2010年は景気後退だった」と宣言されるであろう。

現下の景気判定として、生産動向に関して言えば、（1）一時的な落ち込みに過ぎないと言えるかどうか、（2）先行きに需要回復の目処があるかどうか、の2点がポイントになると考えられる。

本稿では、この2点を見極めるための材料を提示してみたい。

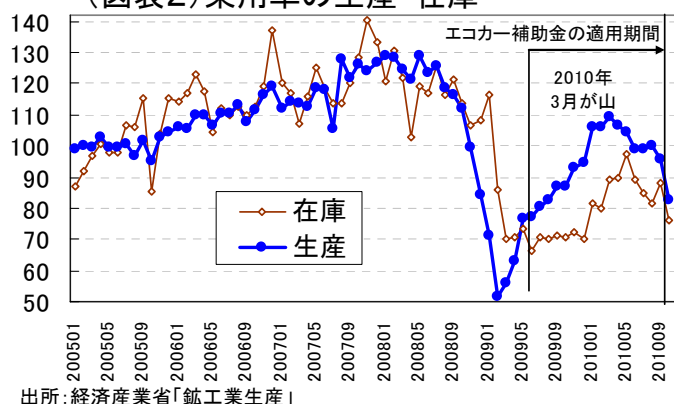
（図表1）鉱工業生産指数と景気後退期



エコカー補助金反動とIT循環の下降局面

まず、現在の生産減が一時的なのかどうかを考えていく。全体の生産動向を仔細に探っていくと、最大の下押し要因は自動車減産にある。2010年10月の生産指数の前月比▲1.8%の下落のうち、輸送機械だけで92%の寄与度（乗用車・自動車部品が80%）を占めている。輸送機械の生産調整は、すでに2010年4月の時期から緩やかに始まって、エコカー補助金の終了を見越して、自動車産業が慎重に臨んでいたことがわかる（図表2）。乗用車生産は、在庫積み上がりこそ大きくないものの、最終需要が立ち上がってこないの、減産を継続せざるを得なくなっている。

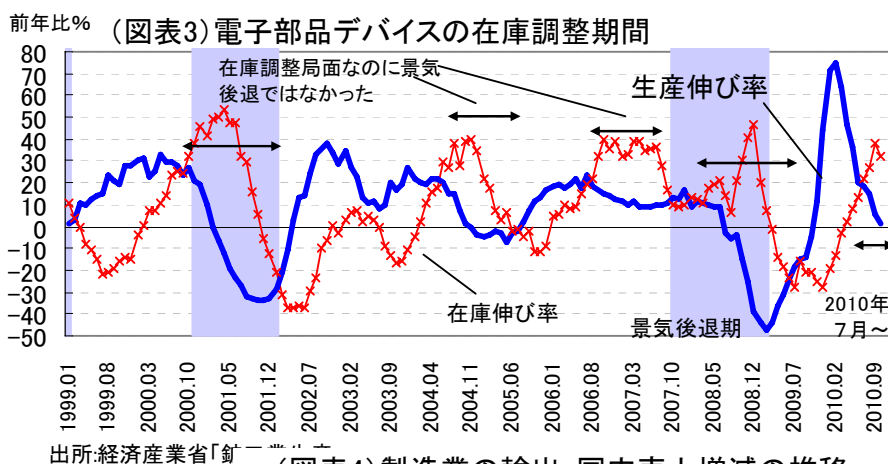
（図表2）乗用車の生産・在庫



2010年春頃からの生産減については、鉄鋼と非鉄金属の生産が、乗用車の減産の影響を受けて低下している要因も追い討ちをかけている。これは、自動車産業の裾野が広く、一旦、自動車が売れなくなると、広範囲にその悪影響が広がったかたちである。

実は、生産を下押ししているのは、自動車だけではなく電子部品・デバイスなどのITセクターも同様である。前掲の図表1では、過去の景気循環では、変動幅の大きなITセクターの波が全体にも影響を及ぼして、景気後退に陥ることも多かったことがわかる。90年代後半の消費税率引き上げ後、2000年のITバブル、2008年のリーマンショックでは、いずれもIT循環が在庫調整局面になったところで景気後退が起こっている。反面、2004年と2006年の在庫調整局面ではアジア景気の牽引力は強く、その勢いによって景気後退を免れている。

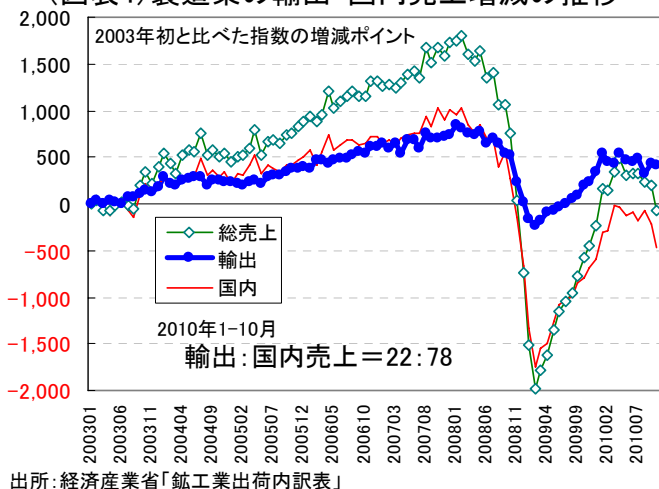
今の局面は、ITの在庫調整にちょうどエコカー補助金の反動減が重なっている(図表3)。IT調整は時間が経過すればその圧力が和らぐとしても、自動車販売の明確な持ち直しが早急に見込めそうもない。そうすると、今の生産循環の下落圧力はそれほど軽視できるものではないように思える。



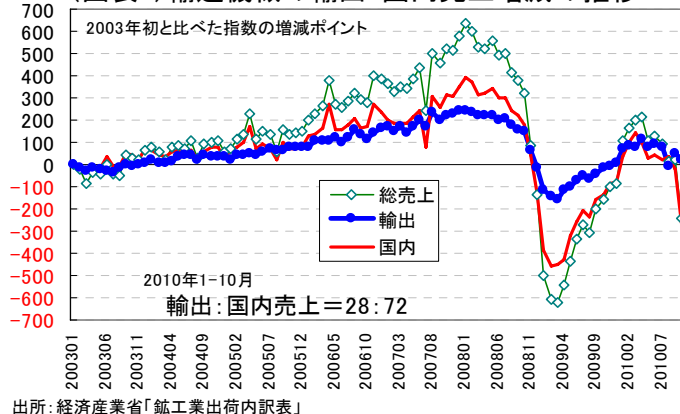
悪化要因は外需？ 内需？

現在の景気懸念には、欧米経済の低迷を背景とする不安もある。エコカー補助金終了などの国内要因と、海外経済要因のいずれが懸念材料として深刻なのであろうか。筆者が注目したのは、生産統計にやや遅れて発表される経済産業省「鉱工業出荷内訳表」である。こちらの統計では、出荷内訳を輸出と国内売上に分解して捉えることができる。製造業全体では、輸出の鈍化ペースはまだ緩慢であり、むしろ国内売上の落ち込みの方が目立っていた(図表4)。これを業種別に分解してみると、輸送機械とITセクター(電子部品デバイス、電気機械、精密機械の合計)が同じように内需面で落ち込んでいる(図表5、6)。

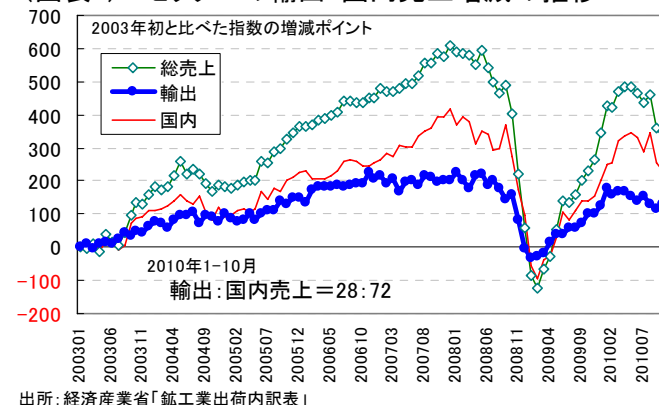
(図表4) 製造業の輸出・国内売増減の推移



(図表5) 輸送機械の輸出・国内売増減の推移



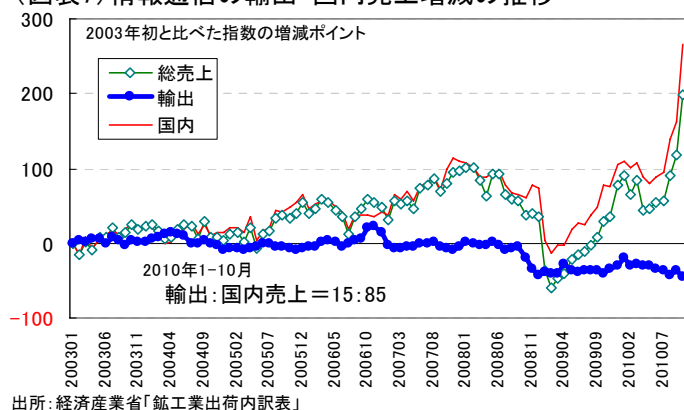
(図表6) ITセクターの輸出・国内売増減の推移



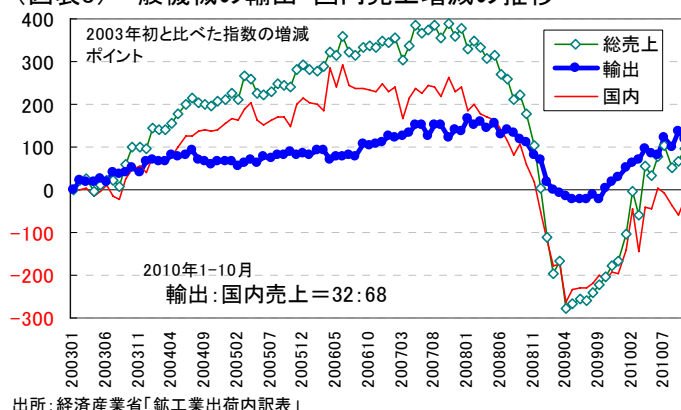
興味深いのは、ITセクターも国内需要が主因になって下落している点である。家電エコポイントの見直しによる駆け込み需要が、電気機械生産を押し上げていると思いきや、むしろ下がっているのである。家電エコポイントの方は、情報通信機械の足元の生産増には寄与しているようだが、その効果は相対的に狭い範囲に止まっている（図表7）。この点は循環的な下押し圧力が小さくないことや、自動車産業からの悪影響がより大きく広がっていることが推察される。

別の視角から評価すれば、一般機械や金属製品は、国内需要が芳しくなくとも、外需の勢いが強いために大きな生産減を免れており、外需に助けられている（図表8）。輸送機械とITセクターは、今回は外需の勢いが減速ないし横ばいなので、国内需要の落ち込みを挽回できないでいるのである。いずれにしても、今回の景気懸念は、外需ではなく、内需にあることは確かである。

（図表7）情報通信の輸出・国内売上増減の推移



（図表8）一般機械の輸出・国内売上増減の推移



米景気の先行指標、ナスダックとISM

ここまでの評価として、生産減は必ずしも一時的と楽観することはできない。景気後退期入りする可能性を示唆する材料を否定することはしにくい。

しかし、もうひとつの論点、（2）先行きの需要回復の目処はどうだろうか。多くの人が、ポジティブな材料として挙げると予想されるのは、生産予測指数である。10月の鉱工業生産統計では、11月の見込みが前月比+1.4%、12月の見込みが前月比+1.5%となっていた。10月の実現率、11月の予測修正率はともに上方修正である。個別業種でも、輸送機械の11月・12月の生産はそれぞれ前月比+3.7%、+5.6%と大きく上向くことが示されていて、電子部品デバイスも11月・12月は前月比+1.8%、+0.7%と小幅のプラスである。

筆者は、予測指数は「みずもの」なので、それよりも足元の中国経済の好調や、最近の米国自動車販売やクリスマス商戦の方が前向きな判断材料にみえる。おそらく、メーカーも限界的な変化を見ながら、極端な悲観を修正しつつあるので、生産予測指数が弱くないということではないか。

需要回復の材料として挙げられるのは、米国の政策変化の要因である。具体的には、オバマ政権が従来の方針を完全に翻して、富裕層を含めてブッシュ減税を2年間延長することを決めたことが他の材料よりもポジティブにみえる。減税延長は、現状維持ということであるが、今まで減税廃止を予想していた米家計にとっては支出行動を上ぶれさせる要因になる。

一方、ブッシュ減税延長は、米国経済にとっては長期金利上昇を副作用として伴ってはいる。ただし、それは日本経済にとってはドル安・円高是正に作用する点で逆にプラスであると理解できる。1ドル80円をボトムに、82～84円台に反転して進んでいる為替レートは、米国輸出増に貢献するだろう。加えて、11月初のFRBの量的緩和第二弾も、株価などの資産価格上昇に寄与する効果をもたらす。日本から米国への自動車販売は、今のところは苦戦

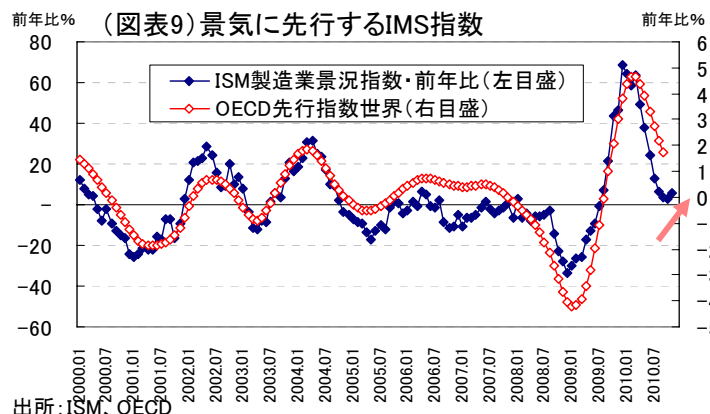
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

しているようであるが、米個人消費の資産効果がもっと明確に出てくれば、それが輸出増をもたらすだろう。

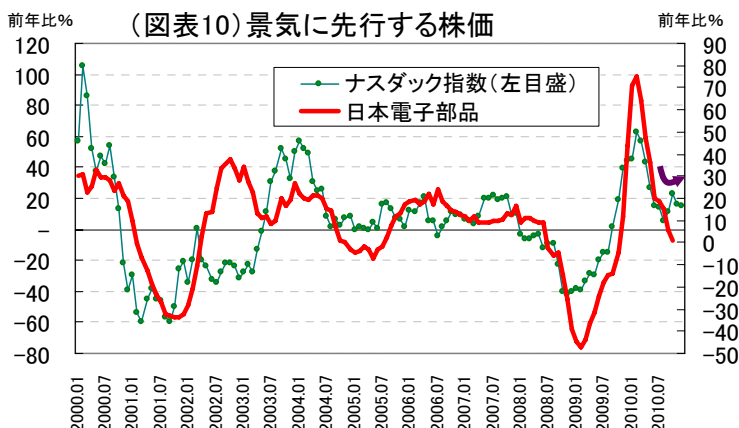
そのほかに、先行きの需要回復の目処としては、筆者がITセクターの先行指標として注目しているのは、米株価のうちナスダック指数と、企業マインドを示すISM製造業景況指数の2つである。これらは、内閣府の景気動向指数やOECD先行指数などよりもさらに先取りした動きをみせ、かつ日本の電子部品、アジア輸出数量に対しても先行性がある。

変化をわかりやすく表示するように、前年比伸び率で加工してみせると、ISM統計はここきて反転し、ナスダックも下げ止まりが明確になっている（図表9、10）。日本の電子部品デバイスの在庫調整も在庫増加がピークアウトしてきており、過去の経験則では2011年央のどこかで調整局面を終えると考えられる。

（図表9）景気に先行するISM指数



（図表10）景気に先行する株価



強い内需のために必要なこと

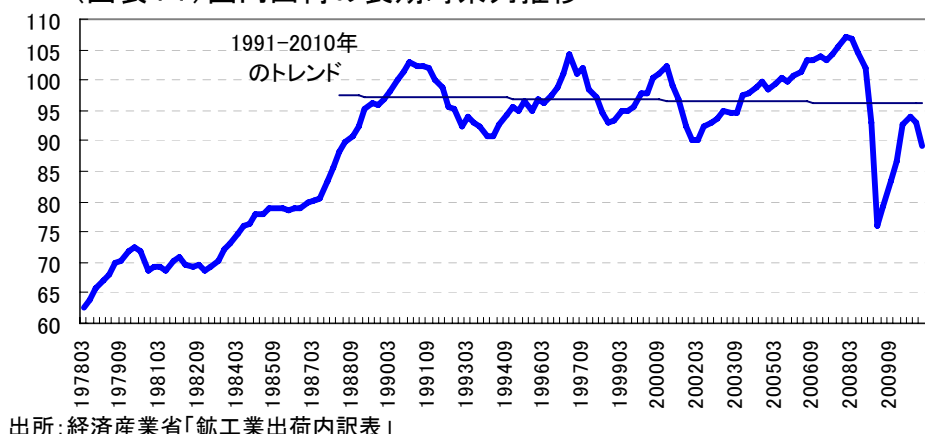
現在が景気後退期入りしているかどうかの判定は、もうしばらく様子をみないとわからない、というのが筆者の見解である。生産指数の継続的な落ち込みは2010年前半にかけて進む可能性は低くない。その一方で、すでに薄明かりがみえる米国経済など海外要因はアップサイドの変化として、日本の生産活動にどのくらいの影響を与えてくるかが焦点である。2010年前半にかけて、アップサイドの動きが明確になってこないと予想されるのであれば、後から短い景気後退期だったと判定される可能性がある。

戦後の景気後退期は平均16か月、1977年には9か月という短期間の景気後退期もあった（リーマンショック時も2008年5月を山にした10か月の後退期という見方もできる）。2010年春先までに再加速の目処が経てば、単なる景気踊り場という見方になるかもしれない。

いずれにしても、2011年は内需が弱々しい中で、外需に頼って回復していくパスを通りそうなので、企業・個人ともに景況感にはさほど明確には良くなならないだろう。そうした実感の乏しさの背景には、国内需要がほぼ横ばいで推移しており、横ばいの範囲を超えて成長する力量がないからだと考えられる（図表11）。

筆者はそうした内需の閉塞感を打破するには、設備投資の活発化を促すしかないとする。法

（図表11）国内出荷の長期時系列推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

人企業ベースの経常利益水準では、7-9月までリーマンショック以前のレベルまで接近している（図表12）。これが、国内設備投資に回れば、内需はかなり復調するはずである。問題なのは、それが今のところはそうになっていないことである。

企業の成長期待は、リーマンショックで一旦腰折れした後、下方屈折している。だから、投資が抑制され、新卒採用、正規雇用拡大も伸びない。それを打開・解消するには、政府の国内投資促進プログラムに期待がかかる。ただし、国内投資促進円卓会議の席上で各業界などから発表された内容を読んでも、なかなか起死回生の一策というものは展望できない。確かに法人税減税や自由貿易・経済連携は必要だが、それをもって設備投資を加速させるには威力が乏しいようにも感じられる。企業が設備投資を前向きに実行するには、イノベーションに積極的になった業界が競い合うように先行投資をチャレンジする状況になることが必要だろう。今後、国内投資促進プログラムの議論が深まって、意欲的なアイデアが次々に盛り込まれることを望みたい。

